

CRÉATION DE VALEUR ET POLITIQUES DE RÉMUNÉRATION

Enjeux et pratiques *

PAR NICOLAS MOTTIS (1)

ESSEC & Laboratoire d'Économétrie de l'École polytechnique

ET JEAN-PIERRE PONSSARD (2)

Laboratoire d'Économétrie de l'École polytechnique

Cet article présente les résultats d'une enquête menée auprès d'entreprises françaises et américaines sur la mise en œuvre des nouveaux instruments de mesure de la performance (TSR, EVA...) et plus particulièrement sur leur utilisation dans les politiques de rémunération à différents niveaux de l'organisation. La comparaison avec les USA est particulièrement instructive, compte tenu du faible nombre d'entreprises françaises engagées dans des actions aussi radicales.

Dans l'ensemble du discours actuel sur l'évolution des pratiques de gouvernance d'entreprise, l'objectif d'augmentation de la valeur créée revient comme un leitmotiv. Cet objectif semble exprimer d'abord et avant tout le point de vue d'analystes financiers désireux de maximiser le retour sur les capitaux investis dans telle ou telle firme, en position d'arbitrer entre différents investissements possibles et souvent eux-mêmes soumis à une pression croissante due à l'analyse comparative de leurs propres performances, tels les gestionnaires de fonds de pension agissant pour le compte de multiples petits porteurs. Mais ce point de vue étroitement financier s'inscrit, en fait, dans

un mouvement plus général de montée en puissance des actionnaires dans les mécanismes de pilotage des firmes : demande de plus grande transparence sur les comptes, les risques encourus et les politiques engagées, contrôle plus strict des dirigeants, séparation plus nette des fonctions d'élaboration de la politique générale de l'entreprise (Président) et de management de ses opérations (Directeur général), etc.

* Ce travail a bénéficié du soutien financier de la FNEGE et du CERESSEC.

(1) Email : mottis@essec.fr

(2) Email : ponssard@poly.polytechnique.fr

Cette importance croissante du marché financier suscite des débats de société sur les objectifs même de l'entreprise : poids relatif des actionnaires par rapport aux autres « *stakeholders* », prise en compte de l'intérêt général. Si ce débat est plus récent et marqué en France [voir par exemple Morin 1997, Charreaux et Desbrières 1998, Peyrelevade 1999], il existe également aux États-Unis [Pralhad 1993].

Pour contribuer à ces réflexions, il est intéressant de s'interroger plus directement sur les implications de ces démarches pour le pilotage des entreprises. Cet intérêt est, de fait, renforcé par la diffusion de nouveaux indicateurs financiers, à l'ini-

tiative de sociétés de conseil (telles que Arthur Andersen, BCG, Braxton, Mc Kinsey, Stern & Stewart...), indicateurs supposés mieux adaptés que les indicateurs traditionnels pour effectivement servir de base à un bon alignement des objectifs des managers sur ceux des actionnaires grâce à une politique de rémunération adéquate. On peut donc se demander, à juste titre, s'il y a là des pratiques nouvelles susceptibles d'influencer durablement la stratégie des entreprises. En quoi ces démarches sont-elles différentes des démarches traditionnelles ? Quels sont les principaux outils existants actuellement sur le marché ? Comment sont-ils mis en œuvre dans les entreprises ? Quelles sont les

Comment justifier les niveaux très élevés de rémunération, liée notamment aux stocks options, de certains dirigeants de firmes en proportion de leur contribution effective aux opérations de la firme ?

ILLUSTRATIONS NUMÉRIQUES

1° CALCUL DU WACC

Le cours de l'action étant de 100 F, le coût des fonds propres de 12 %, le coût de la dette de 6 %, le taux d'endettement $e=50\%$ (100 F d'endettement net par action de 100 F) et le taux d'imposition $t=1/3$.

Le WACC est alors : $WACC = 0,5 \cdot 12\% + 0,5 \cdot 6\% \cdot 2/3 = 8\%$

2° LIEN ENTRE RÉSULTAT ET COURS DE L'ACTION

Un résultat net stationnaire de 12 F par action est cohérent avec le cours de bourse ($12/12\% = 100$).

Il en est de même d'un résultat opérationnel après impôt de 16 ($16/8\% = 200$)

3° LIEN ENTRE EVA ET MVA

Toujours dans le même cas (100 F d'endettement net par action valant 100 F), on retrouve le lien EVA / MVA en partant d'un capital investi comptable supposé de (FP + dettes) = 150 F par action. En effet la MVA est alors de 50 et est bien égale à la valeur actuelle des EVA. En effet, $EVA = 16 - 150 \cdot 8\% = 4$ et $VAN(EVA's) = 4/8\% = 50$

4° TRADUCTION D'UN OBJECTIF D'AMÉLIORATION DE TSR

EN OBJECTIFS D'EVA

Si on se fixe comme objectif un TSR à un an de 15 % au lieu de 12 %, il faut créer 3 F (= $3\% \cdot 100$ F) de valeur par action sur la période correspondante. Ceci peut se traduire sur le plan interne par un accroissement d'EVA de $3 \cdot 8\% = 0,24$ F par action (en pratique, cet objectif est appelé « *stretch goal* »).

5° LIEN ENTRE STRETCH GOAL ET BUSINESS PLAN

Par exemple, dans le cas ci-dessus (TSR passant de 12 à 15 %), un investissement supplémentaire de 10 F par action générant un flux de liquidités de 1,04 F par an – le fonds de commerce générant toujours une EVA de 4 – permet d'atteindre l'objectif. En effet, l'accroissement d'EVA généré par cet investissement est égal à :

$$1,04 - 8\% \cdot 10 = 0,24.$$

On a supposé que le coût du capital restait inchangé dans l'opération, ce qui détermine implicitement la structure de financement de l'investissement.

conséquences associées à leur déploiement dans l'organisation ?

L'objectif de cet article est de faire une présentation synthétique de ces questions, sur la base d'une série d'entretiens menés auprès de firmes faisant état d'une mise en œuvre interne, ainsi qu'auprès de sociétés de conseil directement impliquées dans ces démarches. Ces entretiens, auprès de firmes françaises et américaines principalement, ont été complétés par des revues bibliographiques, ces questions suscitant un intérêt croissant dans le monde académique [Caby et Hirigoyen 1997, Ittner et Larcker 1998, Byrd et al. 1998]. La deuxième section de ce papier porte sur la définition et la mesure de la création de valeur ; la troisième sur sa prise en compte dans les systèmes de rémunération. Enfin, en conclusion, une première typologie des pratiques rencontrées est proposée et discutée sommairement.

DÉFINIR LA CRÉATION DE VALEUR

Les démarches de création de valeur font de la maximisation du profit de l'actionnaire le seul objectif du dirigeant. Si cette formulation est précise, elle n'en est pas pour autant simple à opérationnaliser. En effet, si on assimile cet objectif à la maximisation du cours de bourse, aligner directement les rémunérations sur l'évolution des cours boursiers poserait quelques problèmes :

- ces cours connaissent des évolutions du fait de phénomènes macro-économiques sans rapport direct avec l'activité des dirigeants (par exemple, l'évolution des taux d'intérêt, des taux de change, les crises financières...) ; pourquoi les récompenser ou les pénaliser à cet égard ?
- la volatilité à court terme des cours de bourse ferait supporter un risque considérable à toute rémunération qui lui serait liée ;
- que faire pour les sociétés non cotées et, plus généralement, pour les activités internes des sociétés cotées ?

Ces différentes raisons restreignent considérablement l'utilisation directe des cours boursiers dans la politique de rémunération et invitent à décomposer cette démarche en deux volets :

- définir des indicateurs externes de création de valeur en se plaçant du point de vue de l'actionnaire ;
- définir des indicateurs internes susceptibles de servir de relais opérationnels vis-à-vis des indicateurs externes.

Ce n'est qu'une fois cette décomposition effectuée que nous pourrions revenir à la question de la rémunération, en fonction notamment de la position occupée dans l'organisation. Cette démarche correspond à la position communément adoptée dans la théorie financière de la firme. Elle

permet de bien comprendre l'articulation entre les nouveaux indicateurs et cette théorie.

Le point de vue de l'actionnaire

Selon la théorie financière classique, la firme peut être représentée comme un actif risqué générant une série de dividendes futurs. La valeur de cet actif correspond à la valeur actuelle de l'espérance de ses dividendes actualisés [Modigliani et Miller 1961].

Cette idée théorique a pour contrepartie pratique la notion de TSR [*total shareholder return*, Rappaport 1986]. Le TSR correspond au taux de rentabilité interne d'une opération d'achat et de revente d'actions, en prenant en compte les flux intermédiaires (dividendes nets, supposés généralement réinvestis en actions).

On peut définir un TSR *ex ante* et un TSR *ex post* et ceci, pour différentes périodes. Par exemple, le Wall Street Journal publie chaque année les TSR sur un, cinq et dix ans pour les entreprises cotées à Wall Street, en regroupant celles-ci par types d'industries et de services. Ce classement permet d'évaluer la permanence des positions ; il permet aussi à chaque firme de se comparer à ses « pairs ».

Un autre indicateur est couramment utilisé à propos de mesure externe de la valeur, il s'agit de la notion de MVA (Market Value Added). Cet indicateur fait la différence, ou quelquefois le ratio, entre la valeur de marché totale des actifs (= valeur boursière + endettement net) et leur valeur comptable (= immobilisations nettes + besoin en fonds de roulement).

Cette mesure peut s'interpréter comme la différence entre la valeur actuelle de l'entreprise et le cumul des apports de capitaux à leur valeur historique. L'interprétation de cet indicateur est délicate car les apports de capitaux dans le bilan ne sont pas datés. En première approximation, on peut néanmoins concevoir qu'une MVA positive soit associée à une création de valeur pour l'entreprise.

Traditionnellement, on mesurait la création de valeur pour l'actionnaire par le ROE (pour « *return on equity* »), défini comme le résultat comptable divisé par les fonds propres comptables. Cette mesure ne fait aucune référence au marché boursier, ce qui souligne le changement de perspective introduit par ces nouveaux indicateurs.

(3) Il convient de noter que le ratio d'endettement doit être calculé sur la base des valeurs de marché et non pas des valeurs comptables.

(4) L'utilisation de multiples basés sur l'EBIT (*earnings before interest and taxes*) ou sur le *cash flow* net moyen permet parfois de lever cette difficulté.

Indicateurs internes de création de valeur

Une entreprise joue un rôle d'intermédiaire entre le marché financier et des activités industrielles proprement dites. Comment passer de l'analyse des flux externes (avec les actionnaires) à l'analyse des flux internes (au sein de l'entreprise). La théorie financière classique propose une réponse à cette question.

Classiquement, on détermine tout d'abord un coût d'opportunité des capitaux employés pour l'ensemble de la firme ou « coût du capital » (dénomé WACC pour *weighted average cost of capital*). Ce coût est fonction de la politique financière (e = ratio d'endettement). La formule habituellement retenue est la suivante :

$$WACC = (1-e) \times \text{coût des fonds propres} + e \times \text{coût de la dette} \times (1-\text{taux d'imposition}).$$

Il est alors possible d'évaluer les flux internes correspondant à une division particulière en prenant ce taux comme facteur d'actualisation (3).

En suivant cette approche, on peut définir la notion de TBR (*total business return*) comme l'équivalent interne du TSR. Le TBR mesure le taux de rentabilité interne d'une activité sur la base d'une valeur initiale, d'une valeur finale et des flux nets de liquidités intermédiaires. L'étalon du TBR n'est plus le coût des fonds propres mais le WACC. La principale difficulté associée au TBR porte sur les méthodes d'évaluation des valeurs initiales et finales (4).

Si dans ces calculs de TBR on définit la valeur initiale comme la valeur actuelle nette des *cash flow* futurs, le TBR correspondant est, par construction, le WACC. Le TBR *ex post* correspond à l'évolution de cette valeur initiale entre deux dates, compte tenu des *cash flows* intermédiaires. Si les anticipations n'ont pas évolué entre ces deux dates, ce TBR est encore égal au WACC, sinon il donne une mesure de la création ou de la destruction de valeur entre ces deux dates. Les entreprises organisées par projets utilisent couramment de telles approches.

Il est aussi possible d'évaluer la création de valeur non pas sur la base d'un flux de *cash flow* mais sur la base d'un ratio rapportant un *cash flow* moyen aux capitaux investis. L'indicateur traditionnel traduisant cette approche est le ROI (*return on investments*). Cet indicateur connaît un regain d'intérêt à travers des variantes plus ou moins élaborées (voir encadré page suivante).

Les indicateurs précédents sont plutôt destinés à fournir de nouvelles approches pour les exercices de planification et d'analyse stratégique. Si l'on se place au niveau budgétaire, c'est-à-dire si

La société HOLT, cabinet spécialisé dans l'évaluation de sociétés, propose une démarche particulièrement sophistiquée pour construire un ratio du type ROI, ratio qu'elle dénote CFROI (*cash flow return on investment*). Cet indicateur mesure un taux de profit économique moyen sur les capitaux employés, compte tenu de leur durée de vie. Le déploiement complet de l'analyse intègre en fait deux indicateurs, le CFROI, en tant que tel, et le taux de croissance, ainsi que des prévisions quant à leurs évolutions respectives dans le temps. Des sociétés comme Braxton ou le BCG recommandent de faire converger ces deux indicateurs sur des valeurs moyennes représentatives des industries concernées ou encore de l'ensemble de l'économie, ceci pour tenir compte à la fois de la pression concurrentielle et de la notion de cycle de vie. On voit que cette démarche peut alors être combinée à l'approche précédente (en terme de *cash flows*) pour déterminer des valeurs finales moins arbitraires.

On se contente d'une analyse de la performance annuelle, un nouvel indicateur a fait son apparition à côté du ROI, l'EVA (5) (*economic value added*), qui est une variante de la notion traditionnelle de bénéfice résiduel (BR), définie comme la différence entre le *cash flow* opérationnel et la rémunération du capital investi (6). Le BR permet de faire le lien avec la valeur actuelle nette (VAN) : l'actualisation des bénéfices résiduels (en utilisant le WACC comme taux d'actualisation) est égale à la valeur actuelle des *cash flow* futurs nette des capitaux employés (évalués à leur valeur comptable). Cette relation souvent perçue comme mystérieuse par les praticiens découle de la notion même d'actualisation qui permet de transformer un stock en flux et inversement, grâce au WACC [Ponssard et Zarlowski, 1999].

La relation théorique qui postule que la valeur boursière d'une entreprise est égale à l'actualisation des flux de dividendes futurs a maintenant comme contrepartie l'égalité théorique entre MVA et valeur actuelle de la série des bénéfices résiduels (actualisés avec le WACC).

La différence entre l'EVA et le bénéfice résiduel tient à un certain nombre d'ajustements comptables permettant de faciliter l'interprétation économique de l'indicateur ainsi obtenu [Stewart 1991]. Plus de cent-soixante ajustements sont à considérer : les plus importants concernent la capitalisation des dépenses de R&D, des dépenses de marketing, du *goodwill* ou encore le retraitement des impôts différés, des stocks. Ces ajustements se traduisent toujours par une transformation de stock en flux et vice versa. Ils ne modifient donc pas la propriété selon laquelle la valeur actuelle des EVA est égale à la valeur actuelle des *cash flows* futurs nette de la valeur comptable initiale, éventuellement ajustée.

On reproche souvent au ROI et au BR et, à un moindre degré, à l'EVA d'être des mesures comptables. Leur principale limite porte sur le fait qu'ils mesurent une rentabilité par rapport à des capitaux comptables alors que l'actionnaire raison-

ne par rapport à la valeur boursière de ces capitaux. A ces critiques on peut apporter la réponse suivante : l'avantage des indicateurs résultant d'un retraitement comptable est d'être connectés directement sur le système d'information de l'entreprise, d'où plus d'objectivité et plus de cohérence dans le suivi.

En définitive, on dispose donc de deux types d'indicateurs internes de création de valeur. Des indicateurs comme le TBR, qui sont plutôt adaptés à des exercices stratégiques, et l'EVA qui est plutôt adapté au *reporting* interne et au pilotage opérationnel. Mais dans les deux cas, ces indicateurs sont des constructions qui ne font qu'opérationnaliser la notion de valeur actuelle ; sur le plan conceptuel, ils sont donc équivalents et parfaitement en phase avec la théorie financière classique.

C'est cette filiation conceptuelle commune qui permet de construire le bouclage entre valeur externe et valeur interne, qu'il s'agisse du TBR ou de l'EVA.

Alors que l'analyse financière classique se contentait d'évaluer la valeur actuelle nette des investissements, ce bouclage théorique permet maintenant de s'interroger sur l'adéquation entre la valorisation de l'ensemble de l'actif (fonds de commerce et activités de développement) et la valeur externe résultant du marché. Il permet aussi de faire de cet exercice de cohérence une occasion d'imposer à l'entreprise la formulation d'objectifs ambitieux (ou « *stretch goals* ») destinés en quelque sorte à « battre » le marché (7) (voir *annexe 1* pour une illustration numérique des principaux indicateurs, leur usage et les liens théoriques existant entre eux).

Au-delà de cette cohérence théorique, les nouveaux indicateurs internes sont-ils effectivement corrélés avec les cours de bourse ? Les coefficients de corrélation sont-ils sensiblement différents selon que l'on utilise comme indicateur interne l'EVA plutôt que des indicateurs comptables traditionnels (les dividendes, le RN par action, le ROE...). Compte tenu des enjeux commerciaux associés, cette question a suscité des débats vigoureux (8). Indépendamment des travaux émanant

(5) L'appellation EVA est la propriété de la firme Stern & Stewart.

(6) Le bénéfice résiduel peut aussi s'écrire $BR = (ROI - WACC)CI$ où CI dénote le capital investi.

(7) Noter que ce type d'approche rappelle des démarches du type « *target ROI* ». Si on construit directement des systèmes de primes pour susciter des plans ambitieux, on risque de générer de nombreux effets pervers. Le processus de planification doit plutôt être considéré comme une instance de réflexion et d'ajustement entre niveaux hiérarchiques, devant s'appuyer sur des échanges d'informations crédibles. Dans ces conditions, la quantification des plans à l'aide de ces nouveaux indicateurs devrait surtout être destinée à améliorer et à objectiver la qualité de ce dialogue [Saulpic et Tanguy, 1998].

(8) Voir par exemple Myers 1996.

des sociétés de conseil pour étayer directement leurs positions respectives, il existe encore peu d'études indépendantes (voir, en encadré ci-contre, deux études portant plus spécifiquement sur l'EVA et le bénéfice résiduel dans son acceptation classique).

Ces analyses économétriques illustrent le caractère encore assez fragile des arguments prenant appui sur l'existence de relations empiriques entre indicateurs internes et externes.

En dépit de ces limites, ces approches ont débouché sur des changements importants au niveau des politiques de rémunération. Nous allons maintenant nous intéresser à ces changements qui, si l'on s'en réfère au discours et à la pratique de certains promoteurs des critères ci-dessus [Stewart, 1991 ; Byrne, 1995], constituent la clé de voûte du pilotage par la valeur.

LA CRÉATION DE VALEUR DANS LE SYSTÈME DE RÉMUNÉRATION

Il existe une vaste littérature économique sur les questions d'incitations [voir, par exemple, Gibbons, 1997, pour une synthèse récente]. On s'intéresse ici plus particulièrement à la part variable de la rémunération (9), à son importance, à son mode de détermination, à la durée sur laquelle elle est calculée. D'un point de vue théorique, la théorie des contrats invite à analyser un système particulier en fonction de trois types d'enjeux. Nous profitons du rappel de ces enjeux pour noter les caractéristiques des systèmes traditionnels selon une grille d'analyse empruntée à la théorie des contrats.

Enjeu 1 : principe d'information ou de contrôlabilité

La mesure retenue pour déterminer la part variable dépend à la fois de l'effort du manager et de facteurs aléatoires qui échappent à son contrôle ; on peut – ou non – chercher à éliminer ces facteurs, ce qui a des avantages (système plus efficace et moins coûteux) mais aussi des inconvénients (effets pervers liés aux corrections introduites).

En éliminant les facteurs aléatoires, on essaie de se centrer sur l'impact de l'effort proprement dit. Cette élimination porte aussi bien sur le comportement des autres agents de l'entreprise, ce qui conduit à retenir des mesures locales « *toutes choses égales par ailleurs* ». Ceci constitue la

(9) plutôt qu'à la politique de recrutement et de promotion, sachant que le renforcement de la part variable entraîne le plus souvent la disparition de l'avancement à l'ancienneté.

(10) selon le titre de l'article souvent cité de Kerr S. 1975.

Dans une analyse comparative des dividendes, du *cash flow* et du bénéfice résiduel Francis *et al.* [1997] montrent que c'est ce dernier indicateur qui fournit la meilleure estimation de la valeur boursière. Ce résultat provient de l'information apportée par le capital comptable, qui joue un rôle stabilisateur, alors que les deux autres approches sont, par construction, plus volatiles. Le caractère plus ou moins manipulable de l'information comptable n'affecte pas le résultat de la corrélation : tout se passe comme si les analystes financiers intégraient cette possibilité dans leurs anticipations.

Une autre analyse [Biddle *et al.* 1997] compare cette fois le résultat net, le *cash flow*, le bénéfice résiduel et l'EVA, toujours vis-à-vis du cours de bourse. Cette étude s'appuie sur la banque de données de Stern & Stewart, qui regroupe environ mille entreprises, détaillant l'EVA et la MVA pour chacune d'entre elles. Le meilleur indicateur est alors le résultat net, ce qui ne manque pas de surprendre, compte tenu des critiques qui lui sont habituellement adressées.

La différence de résultats entre ces deux études économétriques provient du mode de spécification des anticipations du marché boursier. La première étude s'appuie directement sur des anticipations de résultats fournies par une banque de données financières (*Value Line*), tandis que la seconde a recours à un modèle calibré sur les résultats passés. Il faut noter que, dans les deux cas, les coefficients de corrélation sont assez faibles et, notamment, beaucoup plus bas que ceux annoncés par les sociétés de conseil dans leurs études internes (mais celles-ci ont également recours à des spécifications particulières), avec des objectifs de marketing externe évidents.

démarche traditionnelle du contrôle de gestion. Toutefois, la littérature sociologique regorge d'exemples illustrant « *the folly of rewarding A while expecting B* » (10), du fait de l'incapacité à exprimer précisément ce que l'on veut sans résister pour autant au besoin de quantification sur des mesures parcellaires.

Enjeu 2 : arbitrage entre force d'incitation et aversion au risque

La sensibilité du bonus à l'indicateur retenu mesure la force d'incitation : plus l'indicateur retenu est volatile (aléatoire), plus cette sensibilité doit être faible du fait de l'aversion au risque du manager. Comme l'aversion au risque augmente vraisemblablement à mesure que l'on descend dans l'organisation, la force d'incitation doit dépendre du niveau hiérarchique.

Les systèmes traditionnels sont très conservateurs en matière de force d'incitation. La mise en place de seuils à la baisse comme à la hausse diminue encore la force de celles-ci. Ces seuils permettent certes d'éviter certains comportements pervers (exploitation du système à court terme) mais en suscitent de nombreux autres (lissage des performances d'une année à l'autre).

Enjeu 3 : arbitrage entre engagement pluriannuel et capacité d'ajustement

La performance doit être mesurée sur une certaine durée prédéfinie pendant laquelle les parties sont engagées ; plus l'engagement se fait

sur le long terme plus les incitations sont fortes, au détriment de la capacité d'ajustement pour faire face à des événements imprévus.

Cette question de la durée de l'engagement est cruciale en pratique. Un engagement trop court conduit à des exercices de recalage qui favorisent autant les qualités de négociation que l'effort effectif (effet de cliquet). Ceci n'empêche pas la plupart des systèmes traditionnels de fonctionner sur des engagements courts, typiquement annuels.

Les nouvelles caractéristiques des systèmes de rémunération

Cette grille d'analyse permet de mettre en évidence les différences majeures associées aux nouvelles approches en matière de politiques de rémunération. De manière un peu schématique, pour la clarté de la discussion, nous aborderons ces questions en distinguant trois niveaux hiérarchiques dans l'entreprise :

- le comité exécutif : président et directeurs généraux ;
- les responsables des unités opérationnelles : directeurs de division, de filiales ;
- les responsables au sein des unités opérationnelles.

Le comité exécutif

D'une manière plus générale, des études économétriques [Hall et Liebman 1998] ou des enquêtes [Hewitt 1994] ont montré qu'à ce niveau, les politiques de rémunération ont bien changé au cours des quinze dernières années, en attribuant une part variable plus élevée en fonction des résultats obtenus (11). La mise en place de comités des rémunérations, chargés de formaliser et de valider les décisions dans ce domaine, dans un nombre croissant d'entreprises, ont certainement joué un rôle moteur dans le processus. Les analystes financiers sont aussi de plus en plus attentifs à ces enjeux dans leurs évaluations des sociétés [voir, par exemple, l'enquête Crédit Suisse First Boston 1998], ce qui ne peut que renforcer cette tendance.

Dans les années 80, la politique de rémunération des cadres dirigeants avait fait l'objet de fortes critiques, notamment aux USA : ces rémunérations étaient alors peu sensibles à l'évolution de la performance de l'entreprise car trop dépendantes d'indicateurs comptables manipulables [Jensen et Murphy, 1990].

Pour renforcer la part variable, deux pistes sont couramment exploitées :

- demander que les dirigeants investissent une part significative de leur rémunération sous forme d'actions (par exemple, quelques années de leur

saire de base). Cette approche, qui peut être encouragée par un abondement de l'entreprise (par exemple, 50 % du bonus annuel est payé en titres et abondé à 100 % si le manager s'engage à le bloquer cinq ans), semble actuellement se développer.

- attribuer des primes directement en fonction de la performance boursière, ce qui paraît a priori plus facile à réaliser, mais pose un problème de mesure : comment isoler la part de la performance réellement imputable aux managers eux-mêmes ? Ce point est particulièrement sensible lorsque l'évaluation de la performance réalisée repose sur un critère dont certaines composantes, par exemple le cours de l'action dans le TSR, dépendent fortement de facteurs totalement exogènes, comme l'évolution des taux d'intérêt. En pratique, la solution souvent envisagée consiste soit à éliminer l'impact du bruit en introduisant des indicateurs annexes, soit à s'en remettre à un panier d'indicateurs comparables pour tenter de le neutraliser (par exemple, pour une entreprise pétrolière, corriger l'indicateur de performance retenu par le cours du brut, supposé totalement indépendant de la politique de l'entreprise bien qu'ayant un impact majeur sur ses résultats, et fixer l'objectif par rapport à un panel sectoriel).

L'usage de stock options s'inscrit dans cette deuxième optique et pose également un problème technique renvoyant au principe d'information : comment justifier les niveaux très élevés de rémunération, liée notamment aux stocks options, de certains dirigeants de firmes américaines en proportion de leur contribution effective aux opérations de la firme ? Cela est d'autant plus sensible si les options sont accordées sur la base des cours de bourse actuels, voire à des cours inférieurs. L'effet de motivation est alors assez faible et ne va que dans un sens (pas de malus). Cette pratique revient plutôt à accorder des gratifications déguisées, éventuellement à des conditions fiscales plus avantageuses dans le cas de certains pays. Rappaport [Ch. 7, 1998] est l'un des auteurs qui a le plus violemment critiqué cette pratique en s'en prenant explicitement à Michael Eisner, CEO de Disney [voir note 1 du même chapitre]. Pour sa part, il préconise l'attribution de stocks options sur la base d'un cours augmenté au moins du coût du capital (12).

(11) Pour une synthèse des travaux récents, voir Murphy, 1998.

(12) Par exemple, si le cours de l'action est aujourd'hui de 100 F et le coût du capital pour l'entreprise de 15 %, l'attribution de *stock options* à l'horizon d'un an se fera à un prix de 115 F, corrigé du taux de distribution des dividendes, soit à 109 F pour un dividende de 6 F par action. D'autres groupes français ont suivi des démarches similaires ; par exemple, chez Alcatel, les *stocks options* sont conditionnels à l'atteinte d'un certain niveau de marge opérationnelle ; chez Air Liquide, la condition porte sur un certain niveau de résultat net par action ; etc.

Sans doute faut-il voir dans la démarche de Vivendi (13), qui a accordé des stocks options importants à ses quarante principaux dirigeants à un cours de 40 % plus élevé que les cours de l'époque (en échange d'un blocage du salaire fixe sur cinq ans), la volonté d'échapper à cette critique. Sur ce point, le résultat reste discutable puisque, à peine un an après cette décision (entre octobre 1997 et octobre 1998), le cours de bourse a augmenté de 93 % sans qu'il soit facile de déterminer la part de l'action des dirigeants de l'entreprise dans une évolution aussi rapide, compte tenu de l'augmentation générale de la bourse sur la même période.

Ces questions de dosage n'ont pas empêché certaines entreprises de mettre en œuvre des politiques incitatives particulièrement audacieuses. À titre d'exemple, dans un article très documenté relatant l'évolution de la firme General Dynamics entre 1991 et 1993, Dial et Murphy [1995] illustrent l'ampleur des changements et l'impact que peut avoir une rémunération fortement variabilisée et calée sur l'évolution de la valeur boursière de l'entreprise. Il s'agit d'une firme appartenant au secteur de l'armement et donc confrontée à une baisse importante d'activité nécessitant de fortes restructurations internes. Alors que la plupart des autres firmes du secteur s'engageait dans des stratégies de diversification finalement coûteuses, cette entreprise décida, au contraire, de concentrer son portefeuille. Entre 1991 et 1993, ses cours progressèrent quatre fois plus vite que l'indice S&P 500 et trois fois plus vite que la moyenne du Secteur Défense, alors même que la réduction de son périmètre d'activité se traduisait par un nombre d'employés passant de 98 000 à 27 000. La conception du système de rémunération répondait à l'orientation stratégique retenue : par exemple, certains dirigeants n'hésitèrent pas à sacrifier leur propre poste au sein de l'entreprise (cession, fusion, fermeture...) lorsque l'impact sur la valeur actionariale créée le justifiait. Inutile de préciser que la rémunération obtenue pour ce type de « *sacrifice* » était assez conséquente.

Une clause extrême, utilisée chez General Dynamics, allait cependant défrayer la chronique : l'attribution de primes très élevées dès que le cours de bourse dépasserait des seuils fixés à l'avance (\$+10 par rapport à un cours de \$25 début 1991) et s'y maintiendrait pendant au moins dix jours consécutifs. Ces seuils furent dépassés à deux reprises dans l'année qui suivit. Mais ces dépassements furent aussi associés à des annonces de réductions massives d'effectifs. Les médias américains allaient en faire une question d'éthique d'autant plus que certains managers allaient se complaire dans de telles pratiques [voir, par exemple,

E. Hartmann/Magnun

The Economist, juin 20, 1998, « *Exit bad guy* » ou le cas de l'entreprise Scott Paper décrit par Cappelli 1997].

S'il est clair que la création de valeur modifie les politiques de rémunération au niveau des dirigeants appartenant au comité exécutif, qu'en est-il au sein même de l'entreprise, à des niveaux auxquels la référence au cours de bourse n'est plus possible ?

Les responsables d'unités opérationnelles

Les pratiques de rémunération à ce niveau sont traditionnellement opérationnalisées de la manière suivante : la mesure retenue porte sur un indicateur comptable, comme le résultat opérationnel, calculé sur le périmètre dont le dirigeant a la responsabilité ; l'attribution d'une prime se fait par rapport à un objectif budgétaire négocié avec la direction générale de l'entreprise à laquelle appartient l'unité.

Le déploiement des démarches de création de valeur intervient souvent à l'occasion d'un changement de dirigeant, suite à une baisse de rentabilité boursière. La nouvelle équipe utilise alors la création de valeur comme message central d'une nouvelle culture d'entreprise destinée à asseoir son autorité.

(13) Interview de G. Hannezo, Directeur Financier de Vivendi, *L'AGEFI*, N°102, Novembre/Décembre 1998.

En effet, à un tel niveau, il n'est plus possible de se référer à un indicateur externe pour mesurer la performance et fixer des objectifs, d'où le recours au résultat opérationnel et au processus budgétaire.

Dans certaines entreprises, on a assisté à une évolution progressive. On est passé d'un objectif de marge à un objectif de résultat opérationnel avant impôts et enfin, plus récemment, à un objectif de ROI.

Le passage à l'EVA peut être situé dans cette continuité [voir Bromwich et Walker, 1998 pour une synthèse retraçant cette évolution]. Nous allons montrer qu'en fait, il y a un changement majeur de philosophie par rapport aux systèmes traditionnels, changement caractérisé par : plus de responsabilité vis-à-vis du résultat global, plus de force dans les incitations mises en place, engagement à plus long terme pour renforcer encore le poids de la part variable.

Par rapport au ROI, l'EVA offre un avantage théorique important, vu dans la partie précédente : la valeur actuelle nette des EVA's représente la valeur économique des *cashs flows* futurs. Cette propriété permet de construire des schémas incitatifs pluriannuels sur l'EVA qui soient directement en phase avec la maximisation de la valeur actuelle de l'entreprise [pour O'Hanlon et Peasnell 1998, il s'agit là de la contribution majeure du système de management de Stern et Stewart]. Dans un tel contrat, les primes annuelles seront déterminées par l'écart relatif à des objectifs pluriannuels fixés à l'avance, soit directement, soit à travers une formule prédéfinie. Mais, quel que soit le mécanisme retenu, la référence ne viendra plus de la négociation budgétaire, mais des attentes du marché financier.

Considérons, par exemple, la formule suivante, qui a été développée à propos de l'EVA [voir Stewart, page 246 et suivantes] :

$$\begin{aligned} \text{Cible}(n+1) &= \text{Cible}(n) + B \% (\text{Réalisé}(n) \\ &\quad - \text{Cible}(n)) + \text{dérive annuelle} \\ &\quad \text{avec } B \% \text{ situé entre } 0 \text{ et } 100. \end{aligned}$$

La dérive annuelle correspond à la volonté d'atteindre progressivement un certain objectif (calculé, par exemple, à partir d'une anticipation de

TSR, comme illustrée en annexe). Cette dérive sera revue à l'issue de la période pluriannuelle considérée. L'introduction du coefficient B permet de revoir les objectifs annuels en fonction des résultats passés. La formule de révision automatique acquiert un caractère auto-correcteur.

Prenons $B = 100$. Chaque année on repart du résultat de l'année passée, auquel se rajoute la dérive : si on progresse plus vite que l'objectif, l'étape suivante reste tout autant exigeante ; inversement, si on rencontre des difficultés, on n'a pas à rattraper le retard pris l'année précédente. Lorsque $B = 0$, c'est l'inverse. On est prisonnier d'une série d'objectifs fixés une fois pour toutes, mais, si on réalise un gain sur une année, on n'a pas à le maintenir sur l'année suivante pour avoir un bonus positif.

Quelle que soit la valeur du paramètre B, on vérifie facilement que si un projet génère une valeur positive (accroissement de la valeur actuelle nette des variations d'EVA), alors la valeur actuelle nette des bonus futurs s'accroît et, inversement, sous réserve que le manager utilise pour taux d'actualisation le coût des capitaux employés. Le profil de l'accroissement des bonus sera différent selon la valeur de B : plus B est faible, plus les gains seront rapides, quitte à engendrer des pertes par la suite (par exemple lorsqu'on n'est pas capable de maintenir le même niveau d'EVA dans le temps). Prendre $B = 0$, c'est encourager la création de valeur en mettant surtout l'accent sur le court terme.

La mise en œuvre de ces contrats pluriannuels doit cependant s'accompagner de l'utilisation de « banques » de bonus. En effet, pour que l'alignement entre bonus et valeur actuelle soit correctement réalisé, on doit pouvoir envisager des bonus négatifs. En pratique, cela revient à déconnecter le calcul du bonus de son versement effectif : alors que le premier est calculé pour chaque période élémentaire (typiquement : l'année), le second est lissé (14) en fonction de l'horizon sur lequel on décide de raisonner (on versera, par exemple, chaque année 1/3 des bonus accumulés si l'on décide de faire fonctionner la banque sur trois ans). Le tableau ci-dessous illustre ce mécanisme.

Tableau 1 : Exemple de banque de bonus

	Année 1	Année 2	Année 3
Performance	Attendue	Forte	Basse
Crédit initial	50	50	100
Bonus calculé	25	100	-40
Bonus versé (1/3)	25	50	20
Bonus reporté (2/3)	50	100	40

Le crédit initial correspond, à l'initialisation de la banque, à un avoir fictif affecté au bénéficiaire et, par la suite, aux crédits accumulés et non encore versés. Chaque année, le bonus est calculé en fonction du niveau de performance atteint : 25 pour une performance attendue (normale), 100 pour une bonne et - 40 pour une mauvaise.

Ce mécanisme permet de variabiliser la rémunération à la hausse, ce qui est très classique, mais aussi à la baisse, en attribuant des malus, ce qui l'est beaucoup moins. Une contre-performance peut être sanctionnée sans trop pénaliser le dirigeant, dans la mesure où ses versements sont lisés dans le temps. De ce fait, l'attribution de bonus beaucoup plus importants [voire sans limite maximale (15), en application de formules de calcul prédéterminées, comme cela est parfois préconisé, Stewart 1991] devient alors plus légitime : la contrepartie d'un vrai partage du risque est une rémunération plus élevée.

Le bon calibrage d'un système pluriannuel est évidemment déterminant. Des performances médiocres successives peuvent provenir d'une récession touchant l'ensemble des acteurs d'un secteur, sans qu'il soit possible d'incriminer le comportement des dirigeants en place. Aussi de tels contrats s'accompagnent-ils souvent de clauses de sortie discrétionnaires, pour éviter de voir partir les responsables concernés. A contrario, un dirigeant qui quitterait l'entreprise prématurément n'aurait pas nécessairement la garantie de se voir verser le solde de sa banque.

On conçoit facilement que la mise en place de ces nouvelles règles du jeu demande de nombreuses simulations avant d'obtenir l'adhésion de protagonistes habitués à des schémas plus élémentaires (bonus annuel avec plancher et plafond).

Les responsables au sein des unités opérationnelles

Plus on descend dans l'organisation, plus les critères financiers cèdent le pas devant des critères plus techniques ou commerciaux. Ces critères traduisent deux préoccupations essentielles : un souci de coordination transversale, gage d'efficacité dans le fonctionnement de l'unité, et la nécessité de prendre en compte des aspects non financiers comme critères de performance à long terme (qua-

lité, environnement, ressources humaines...). On retrouve là l'objectif plus général de recherche d'équilibre entre incitations individuelles et collectives.

Il faut alors faire la part des choses. Il est bien sûr toujours possible de décomposer un indicateur de création de valeur (selon les mêmes principes que la décomposition bien connue du ROI, introduite chez du Pont de Nemours dès 1900 !) mais c'est probablement passer à côté des deux préoccupations essentielles mentionnées ci-dessus.

Dans ces conditions, la démarche suivante peut être plus fructueuse. Tout d'abord, introduire un intéressement général construit sur l'indicateur global de création de valeur de l'unité, ceci pour l'aspect culturel et la motivation générale (16). Par ailleurs, reprendre les principaux outils de gestion (suivi de la performance commerciale, gestion de la production, logistique, suivi industriel...) en intégrant, si nécessaire, la dimension création de valeur dans son acceptation élargie.

Lorsque de telles incitations sont explicitement introduites, elles se contentent souvent de prendre la forme d'un couplage entre un critère financier de création de valeur (global) et des critères opérationnels (locaux). Au sein d'une division donnée, on appliquera, par exemple, la formule de calcul ci-dessous :

$$Bonus\ final = Bonus\ "financier" \times K$$

avec :

Bonus financier : calé sur des objectifs du type variation d'EVA de l'entreprise d'une période sur l'autre, quantifiée à partir de fourchettes prédéterminées ;

K : coefficient calculé à partir d'une pondération de plusieurs critères opérationnels et définie selon les contributions potentielles des unités concernées (qualité, part de marché, volume, innovation...), avec, par exemple :

$$0.5 < K < 2 \text{ et } K = 20\% \text{ qualité} + 40\% \text{ volume} + 40\% \text{ ventes correspondant à des nouveaux produits,}$$

d'autres objectifs quantifiés pouvant être attachés à chacune de ces dimensions.

L'intérêt de cette formule est d'inciter à l'atteinte d'un objectif de performance globale résultant de l'efficacité de l'ensemble de l'organisation (et donc, de la coopération entre ses unités), tout en exerçant une pression ciblée sur des leviers de performance correspondant à la valeur ajoutée effective de chacun dans le processus.

Cette approche rejoint la notion de « *balanced scorecard* » préconisée par Kaplan et Norton [1996], qui combine dans un tableau de bord structuré (« *équilibré* ») quatre perspectives essentielles : financière, client, opérationnelle, innovation. On peut toutefois noter qu'il n'est pas

(14) Noter que ce mécanisme a pour effet de réduire l'impact lié au choix du paramètre B.

(15) Ce qui fut par exemple le cas chez General Dynamics [Dial et Murphy 1995]

(16) voir, par exemple, la politique suivie chez Rhône Poulenc Agro, l'intéressement légal concernant l'ensemble des salariés étant calculé sur un critère de création de valeur (en l'occurrence la VEC, une variante de l'EVA, voir Lac 98). Dans le même esprit, certaines sociétés confient la responsabilité formelle de l'introduction de la création de valeur à la DRH même si la majeure partie du travail relève de la direction financière.

forcément simple de construire un système de rémunération lorsque les indicateurs deviennent trop nombreux. Les indicateurs retenus peuvent porter des messages contradictoires et, finalement, diluer l'impact de l'incitation appliquée voire même, la rendre à nouveau largement arbitraire.

L'expérience menée aux États-Unis, chez ATT, confirme la difficulté de la mise en œuvre [Ittner 1998]. Au plus fort du déploiement du critère EVA, au début des années 90, près de cent dix mille employés étaient directement impliqués, la sensibilisation du maximum d'employés au coût des capitaux engagés étant la première préoccupation de la direction générale. Passée cette première phase, d'autres critères furent introduits, d'abord relativement à la satisfaction de la clientèle, puis relativement à celle des employés. Devant la contradiction entre les résultats affichés en interne et ceux perçus par les actionnaires (une EVA positive alors que le cours de bourse baissait, suite à des acquisitions « *stratégiques* »), des débats techniques sur les redressements à effectuer firent planer un doute de manipulation des indicateurs. Un changement de l'équipe de direction, intervenu en 1997, allait conduire l'entreprise à revenir à des critères comptables traditionnels plus lisibles.

Il est vrai que les protagonistes du *balanced scorecard* invitent à construire un véritable modèle technico-économique de l'activité, au lieu de se contenter d'une simple juxtaposition des indicateurs. La réalisation de ces modèles requiert la mise à jour de marges de manœuvre cachées qui seront d'autant plus difficiles à découvrir que l'on dévoilera prématurément des schémas d'incitations individuelles. L'expérience montre que l'explicitation des interfaces critiques entre fonctions, point de passage obligé pour l'élaboration des modèles, augmente l'observabilité et la traçabilité des décisions de chacun et améliore, de fait, les incitations individuelles, sans qu'il soit nécessaire d'introduire formellement des bonus financiers [pour des exemples dans ce sens, voir Ponsard et Tanguy 1993, Mottis 1995]. La bonne combinaison de ces approches intégratives avec les démarches incitatives reste sans doute encore à approfondir [Mottis et Ponsard, 1998].

Cette discussion invite à la prudence et renvoie à la recommandation souvent avancée qui veut que les incitations financières au sein des unités opérationnelles soient calculées sur les résultats globaux de l'unité et non pas sur des résultats partiels (comme au niveau d'une usine). On maintient ainsi un climat de coopération entre les différentes sous-unités (par exemple, pour optimiser les taux de charge en fonction d'une logique industrielle commune, ou bien pour maintenir un taux élevé de transfert de savoir faire).

Pour conclure cette section, on peut relever certains points communs constatés pour ces trois niveaux de l'organisation :

- il existe toujours une forte volonté de conserver

une part d'arbitraire dans le système d'incitations, afin de permettre des ajustements de rémunération liés à des événements exceptionnels imputables – ou non – aux responsables concernés ; la part subjective de l'évaluation des performances des individus est rarement totalement évacuée ;

- la part variable de la rémunération tend, en général, à augmenter, traduisant l'objectif de lier plus directement gratification et performances réellement obtenues ;
- l'internationalisation de plus en plus réelle du marché du travail des dirigeants pousse fortement à l'harmonisation des pratiques de rémunération (cf., par exemple, le débat sur les *stock-options* en France) ;
- enfin, le déploiement à des niveaux fins de l'organisation (troisième niveau, ci-dessus, et au delà) de systèmes d'incitations basés sur des critères de création de valeur et dépassant la simple sensibilisation au coût du capital, semble rester encore aujourd'hui un sujet difficile à maîtriser.

CONCLUSION

L'enquête réalisée a permis de dégager trois situations-types pour analyser les phénomènes rencontrés dans les firmes s'intéressant actuellement à la notion de création de valeur. Ces situations-types sont décrites dans le tableau ci-contre.

L'intérêt initial pour l'approche – Situation 1 – est souvent motivé par des considérations de relations publiques externes (répondre à la pression des marchés financiers en matière de gouvernance d'entreprises). La vraie question est alors de savoir si on se contente de satisfaire à un effet de mode (auquel cas, la référence à la création de valeur est surtout perçue comme un discours idéologique du moment) ou bien s'il s'agit d'une étape pour modifier les pratiques internes.

La Situation 2 – la plus courante – correspond à une première étape, dans laquelle on reconnaît que, si le but de l'entreprise a, de tous temps, consisté à créer de la valeur, les développements récents fournissent une aide pour rendre cette idée plus opérationnelle. Les outils de pilotage et les mécanismes de rémunération sont revus à la marge, en prenant bien soin de ne pas dérouter les managers par des changements de repère trop brutaux.

On rencontre encore peu d'entreprises en Situation 3 en Europe (et même aux États-Unis, d'ailleurs). Le déploiement systématique des démarches de création de valeur, tel qu'il est décrit dans cet article, apparaît donc comme un phénomène récent, remontant tout au plus au début des années 90. C'est souvent à l'occasion d'un change-

Tableau 2 : situations-types rencontrées

	Situation n°1 « Cette approche ne modifie pas notre pilotage. »	Situation n°2 « Nous utilisons ces notions pour améliorer nos systèmes à la marge. »	Situation n°3 « Nous voulons déployer l'ensemble de l'approche. »
Utilisation des notions de création de valeur	Essentiellement pour la communication financière externe	Rénovation des indicateurs utilisés pour l'évaluation des performances	Réforme à la fois des bases de calculs et de la structure de la rémunération
Principaux arguments invoqués	Ces indicateurs n'apportent rien de véritablement nouveau. Ce type de politique ne correspond pas à notre culture interne.	Sensibiliser sur la nécessité du bouclage entre performance opérationnelle et valeur actionnariale. En particulier, sensibiliser les managers sur le coût du capital.	L'ensemble des salariés doivent agir dans l'intérêt des actionnaires et bénéficier de la valeur créée.
Niveau d'application de l'approche	Niveau Groupe et éventuellement Branche	Groupe, Branche et Dirigeants des Business Units	Groupe, Branche et membres du Comité de Direction des Business Units
Bouclage avec les systèmes de rémunération	Non	Oui, il est réalisé à la marge (changement du panier de critères sans modification radicale de la structure des rémunérations).	Oui, il est fortement recherché et s'accompagne de profonds changements des rémunérations (plus forte variabilité, stock options...).
Principaux problèmes mis en avant	Approche jugée incompatible avec la culture d'entreprise.	Il existe encore de nombreux débats techniques non tranchés (coût du capital, retraitement des goodwill, amortissement de la R&D...). Difficulté de bien repérer les bons leviers d'action opérationnels.	Idem Situation n°2 + Un souci de réaliser de nombreuses simulations pour anticiper et contrôler les effets pervers associés à des rémunérations plus variables et formalisées.

ment de dirigeant qu'un tel déploiement intervient. Ce changement fait alors suite à une baisse de rentabilité boursière, conséquence par exemple d'une politique de diversification aventureuse (visant la croissance du CA ou de l'EBIT), la nouvelle équipe utilise la création de valeur comme message central d'une nouvelle culture d'entreprise destinée à asseoir son autorité (ce qui, comme on l'a vu, incitera sans doute la prochaine direction générale à remettre elle-même en cause le système).

C'est alors la simplicité (apparente) de l'outil et la facilité de communication qui sont souvent mis en avant pour retenir tel ou tel indicateur

et l'introduire dans des schémas d'intéressement destinés *in fine* à tous les employés. C'est probablement à ce niveau culturel qu'il convient de bien réfléchir lorsqu'on cherche à mettre en œuvre de telles pratiques en dehors du contexte anglo-saxon, pour éviter d'engendrer des réactions de rejet.

Quant aux impacts sur les stratégies industrielles proprement dites, il est encore bien difficile de faire un bilan. Si la rentabilité est souvent retrouvée suite à ces actions spectaculaires, il reste à en analyser les conséquences à plus long terme sur les capacités d'innovation et de croissance des firmes concernées. ●

BIBLIOGRAPHIE

- BIDDLE G. C., BOWEN R. M., WALLACE J. S., 1997, « Does EVA beat earnings ? Evidence on associations with stock returns and firm values », *Journal of Accounting and Economics*, 24, 301-336.
- BROMWICH M. and M. WALKER, 1998, « Residual income past and future », *Management Accounting Research*, 9, 391-419.
- BYRD J., PARRINO R., PRITSCH G. 1998, « Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value », *Financial Analysts Journal*, May/June, 14-30
- CABY J., HIRIGOYEN G. 1997, *La création de valeur de l'entreprise*, Economica, Paris.
- CAPPELLI P. 1997, *The Scott Paper Case*, Wharton Business School, Department of Management, working paper.
- CHARREAUX G., DESBRIÈRES P. 1998, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1, N° 2, 57-88.
- Crédit Suisse First Boston 1998, « CSFBC Incentive compensation index for the chemical industry : the 1998 packages – Companies materially rewarding value creation are getting more of it », *Equity Research – Americas*, April 13.
- DIAL J., MURPHY K. 1995, « Incentives, downsizing and value creation at General Dynamics », *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, 261-314
- FRANCIS J., OLSSON P., OSWALD D. R. 1997, « Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow and abnormal earnings equity valuation models », in *Studies in company valuation* (P. OLSSON), Stockholm School of Economics.
- GIBBONS R., 1997, *Incentives and careers in organizations, in Advances in economics and econometrics : theory and applications* (KREPS D. M. and WALLIS K. F. eds), Cambridge University Press.
- HALL B. J., LIEBMAN J.B., 1998, « Are CEOs paid like bureaucrats ? », *Quarterly J. of economics*, n° 113 Vol. 3, 653-691.
- Hewitt Associates 1994, *The impact of performance management on organizational success – Survey findings*
- ITTNER C., LARCKER D. 1998, « Innovations in performance measurement : trends and research implications », *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 10, 205-239
- JENSEN M.C., MURPHY K.J. 1990, « Performance pay and top management incentives », *Journal of Political Economy*, vol. 98, 225-64
- KAPLAN R. S., NORTON D. P., 1996, *The balanced scorecard*, Harvard Business School Press, Boston.
- KERR S. 1975, « On the folly of expecting A while rewarding B », *Academy of Management Journal*, 18, 769-83.
- LAC J.-P. 1998, « Les évolutions de l'indicateur chez RP Agro », *Revue Echanges*, n° 150, décembre
- MODIGLIANI F., MILLER M. H. 1961, « Dividend policy, growth and the valuation of shares », *Journal of Business*, p.411-33.
- MORIN F., 1998, *Le modèle français de détention et de gestion du capital - analyse, prospective et comparaisons internationales*, Rapport au Ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, Les éditions de Bercy.
- MOTTIS N., PONSSARD J.-P. 1998, « Incitations et création de valeur dans l'entreprise : faut-il réinventer Taylor ? », *Sociétal*, Février, p. 37-40.
- MOTTIS N. 1995, « Mieux coordonner sans contractualiser : une alternative valable pour piloter des activités informatiques », *Annales des Mines - Gérer & Comprendre*, N°41, Décembre.
- MURPHY K.J. , 1998, *Executive Compensation*, in *Handbook of Labor Economics*, O. ASHENFELTER and D. CARD (eds), Volume 3, North Holland, à paraître.
- MYERS, R. 1996, « Metric war », CFO : *The Magazine for Chief Financial Officers*, 12, 41-50.
- O'BYRNE S. 1995, « Total compensation strategy », *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.8, N° 2, p.77-86
- O'HANLON et PEASNELL 1998, « Wall Street's contribution to management accounting : the Stern Stewart EVA financial management system », *Management Accounting Research*, 9, 421-444.
- PEYRELEVADE J. 1999, *Le gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Economica, Paris.
- PONSSARD J.-P. , TANGUY H., 1993, « Planning in firms as an interactive process », *Theory and Decision*, 34, p.139-159
- PONSSARD J.-P., ZARLOWSKI P., 1999, « Principes et apports des nouveaux indicateurs de création de valeur », *Revue Française de Gestion*, Janvier.
- PRAHALAD C.K. 1993, « Corporate governance or corporate value added ? Rethinking the primacy of shareholder value », *Journal of Applied Corporate Finance*
- RAPPAPORT A. 1986, *Creating Shareholder Value*, Free Press (voir aussi la réédition de cet ouvrage, 1998)
- SAULPIC O. , TANGUY H., 1998, *Pilotage stratégique et création de valeur*, note de recherche, avril, Laboratoire d'économétrie de l'Ecole polytechnique
- STEWART III G. B. 1991, *The Quest for Value*, New York, NY : Harper Business.